



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSTGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

**Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales, a través de
Obligaciones Negociables.**

Alumna: Virginia Fauda

Director: Luciano Machain

Fecha: 8 de Agosto de 2019

Resumen

En presente trabajo se desarrollará unos de los instrumentos del Mercado de Capitales, las obligaciones negociables, tanto en el régimen general como para pymes. Se hará énfasis en estas últimas debido a sus ventajas y bajos costos que demandan en comparación con un crédito bancario.

Palabras Claves: Obligaciones Negociable para Pymes.

INDICE

I.	Introducción.....	5
II.	Mercado de Capitales.....	7
	Antecedentes en la regulación en Argentina	
	Instituciones del Mercado de Capitales en Argentina	
III.	Instrumentos de financiación en el mercado de capitales además de las obligaciones negociables.....	10
	Cheque de pago diferido avalado	
	Pagare avalado	
	Fideicomiso financiero	
	Acciones	
IV.	Obligaciones Negociables.....	12
	Antecedentes	
	Definición	
	Tipos de ON	
	Garantías	
	Tasas de interés	
	Plazos	
	Moneda de emisión	
	Actividades a financiar	
	Responsabilidad	
	Ventajas y desventajas de ON	
	ON en Argentina	
V.	ON Pyme.....	18
	Marco regulatorio	
	Garantía	
	Tasa de interés	
	Moneda de emisión	
	Monto de emisión	
	Costos	
	Inversores calificados	
	Beneficios impositivos	
	Diferencia con régimen general	
	Ventajas de ON pyme	

ON Pyme en Argentina
Ejemplo de ON Pyme Garantizada METALFOR S.A. Serie I
Ejemplo de crédito UVA para Pymes del Banco Nación
Comparación de flujos de fondos de ambas formas de financiación

VI. Conclusión.....36

VII. Bibliografía.....37

I. Introducción

En el presente contexto de inestabilidad económica, de altas tasas de interés, alta inflación, recesión, son causales de que existan sectores que se encuentren más afectados por la crisis económica.

La relevancia del presente trabajo, radica en el rol fundamental de las pequeñas y medianas empresas (pymes) representan en la economía argentina, al igual que en países de la región. Estas empresas representan aproximadamente un 70% del total de ocupados del sector privado y generan un 44% del PBI (Cohen Arazi y Baralla 2012). Por otra parte, las pymes argentinas son cerca de 605.626, representando un 99% del número total de empresas (Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social 2018).

Las pequeñas y medianas empresas, son unas de las que se encuentran más afectadas para continuar con sus actividades de manera habitual, dado a que tal contexto económico las enfrenta a falta de liquidez, lo que las lleva a la necesitan recurrir a financiamiento, tanto para adquisición de capital, inversiones o para cubrir otro tipo de gastos operativos.

Dentro de las decisiones de financiamiento, las pymes priorizan los fondos propios, pero dado el contexto económico actual recurren al financiamiento externo, existiendo un orden de prioridades de dichas fuentes de financiamiento: 1) Financiamiento de proveedores, 2) Financiamiento bancario, 3) Financiamiento a través del mercado de capitales. Dentro de este último tipo de financiamiento, se ha encontrado que los propietarios-administradores han encontrado cierta resistencia a la apertura de capital y a la participación de socios no pertenecientes al entorno cercano de la firma, por lo tanto se prioriza la emisión de deuda antes que la emisión de acciones. (Briozzo y Vigier 2011).

Como el mercado de capitales, en donde se puede obtener dinero proveniente de los ahorradores que invierten su dinero en distintos instrumentos que ofrece dicho mercado, es último en el orden de fuentes de financiamiento que recurren la pymes, el objetivo del presente trabajo es analizar la fuente de financiamiento para

pymes mediante emisión de Obligaciones Negociables bajo el régimen simplificado, conocer sus tasas, plazos, montos que pueden obtener.

El desarrollo de esta investigación permite a la alumna, aplicar los conocimientos aprendidos en la Especialización en Finanzas.

II. Mercado de Capitales

Según Erpen, se puede definir al Mercado como: *“un ámbito o lugar donde se encuentran compradores (demandantes de dinero) y vendedores (ofertantes de dinero) de determinados productos”*.

Por otro lado, aclara que los activos financieros son los servicios que se negocian en el mercado financiero y otorgan a sus tenedores el derecho a percibir flujos futuros de dinero. Cabe agregar, que en los mercados financieros modernos las operaciones se realizan en dos ámbitos que actúan como intermediarios: el mercado bancario y el mercado de capitales.

El Mercado de Capitales tiene como función principal la de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, y está compuesto por dos segmentos con funciones bien diferenciadas. En primer lugar, el mercado primario está relacionado con la emisión y la colocación de los activos financieros, denominados valores negociables. En él, los intermediarios ofrecen sus servicios de asesoramiento para que las unidades deficitarias puedan emitir y colocar los valores negociables entre las unidades superavitarias. En segundo lugar, el mercado secundario está relacionado con la cotización y negociación de los valores negociables. En él, diferentes unidades superavitarias realizan transacciones de compra y venta, a través de los intermediarios autorizados (Erpen M, 2010).



Fuente: Autoría propia.

Antecedentes de la Regulación en Argentina

La primera ley de regulaciones en el Mercado de Capitales, fue la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores (N° 17.811), vigente desde el 1° de enero de 1969, fue promulgada con el objetivo de permitir un equilibrio de la acción estatal y las instituciones bursátiles, en vista a protección del público inversor y la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de títulos valores, con los controles jurídicos necesarios pero sin injerencias estatales obstructoras de los negocios.

Además, tenía por objeto sustituir la antigua legislación vigente contenida en el Código de Comercio y en las leyes y decretos modificatorios, por un sistema actualizado que permitiera regular en forma integral todo lo relacionado con la oferta pública de títulos valores, la organización y funcionamiento de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores y la actualización de las personas dedicadas al comercio de aquellos.

El día 29 de Noviembre de 2012, se sancionó la Ley N° 26.831 con la que entró en vigencia en la Argentina un nuevo régimen legal para el mercado de capitales, el que luego fue complementado por resoluciones de la Comisión Nacional de Valores (CNV). La nueva normativa derogó la Ley N° 17.811, el decreto 677/2001 sobre transparencia y el decreto 652/1992 sobre calificadoras de riesgo.

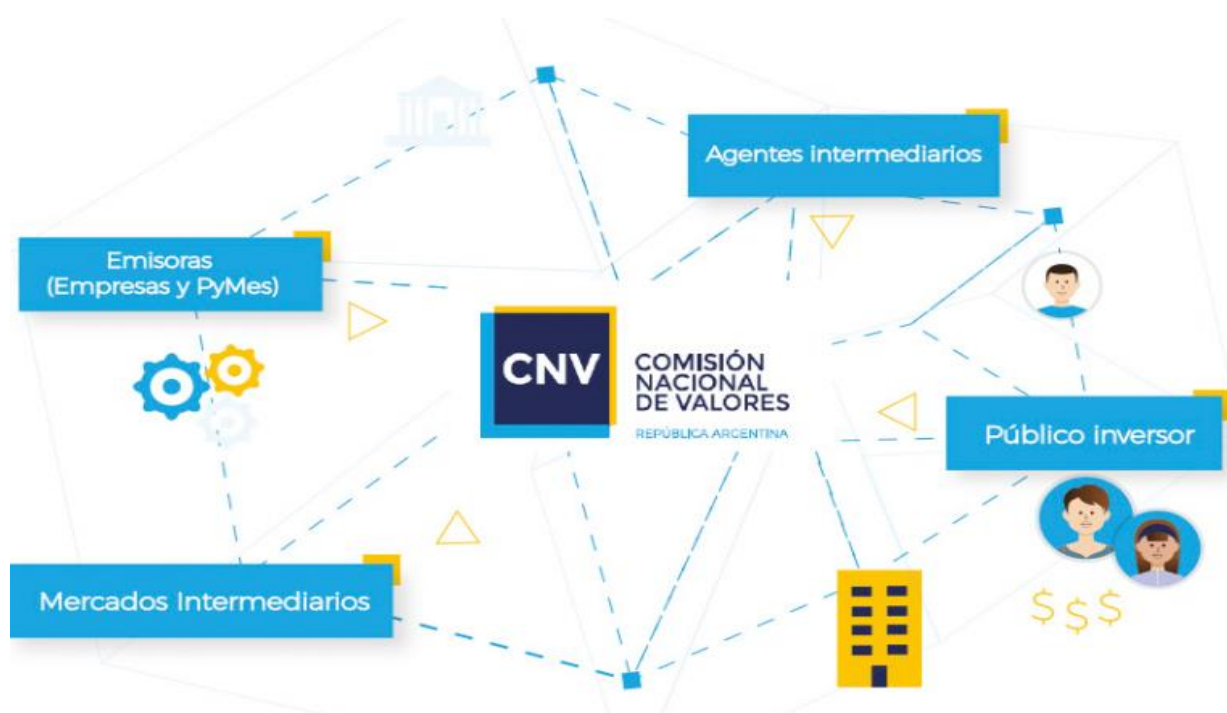
En resumen, se ampliaron las facultades de la CNV, se buscó la creación de mercados regionales y el acceso a los mismos de las Pymes, como también el acceso al mercado de nuevos operadores. A la par de la ampliación de las facultades de la CNV, se trasladaron competencias que antes tenían las Bolsas de Comercio a los Mercados de Valores. El principal objetivo de los cambios es la necesidad de una mayor transparencia y protección de los pequeños inversores y de los consumidores financieros.

Instituciones del Mercado de Capital en Argentina

❖ Órgano de Supervisión y Control: Comisión Nacional de Valores

Es el organismo nacional encargado de la promoción, supervisión y control del Mercado de Capitales. Es una entidad autárquica bajo la órbita del Ministerio de

Finanzas Públicas de la Nación Argentina, creada en el año 1968 a partir de la Ley Nº 17.811 de Oferta Pública. Actualmente el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley Nº 26.831 sancionada en el año 2012 (CNV). El accionar de la CNV se proyecta sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de títulos valores y sobre los intermediarios en dichos mercados. También incluye la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones, sus mercados y cámaras de compensación e intermediarios (CNV):



Fuente: www.cnv.gov.ar.

❖ Principales Mercados

Entre los principales mercados, se encuentra: BYMA, MAE, MAV, ROFEX y MATBA.

❖ Central Depositaria: Caja de Valores S.A.

Es una Sociedad Anónima creada en el 1974, cuyo principal accionista es BYMA S.A. Entre sus principales funciones figuran la de custodia y registro de los títulos públicos y privados, además la compensación de los títulos de acuerdo a las operaciones efectuadas. Esta bajo la órbita de control de la CNV (Caja de Valores S.A.).

III. Instrumentos de financiación en el mercado de capitales además de las obligaciones negociables.

Cheque de pago diferido avalado

El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa. (BCRA)

La experiencia muestra que la mayor parte de las pymes comienza negociando esta herramienta para luego pasar a utilizar otros instrumentos de financiación bursátil. Sólo las pequeñas y medianas empresas o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de la incorporación como socio partícipe a una Sociedad de Garantía Recíproca (S.G.R.) autorizada a cotizar cheques en la BCBA (avalados). (Bolsar)

Pagare avalado

Es un documento realizado por una empresa pyme y endosado por una SGR. Queda en custodia de una entidad aceptada por CNV, puede ser Caja de Valores o el Mercado Argentino de Valores y se vende por intermedio de un agente de bolsa (Alyc) y se compra por intermedio de otro Alyc.

Es un instrumento relativamente nuevo y requiere siempre la participación de una Sociedad de Garantía Recíproca para el aval de este. (Ad- cap)

Fideicomiso financiero

Los fideicomisos financieros, son contratos de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad debidamente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero. En este caso, los beneficiarios son los titulares de títulos de participación en los bienes o activos transmitidos. Estos títulos pueden ser objeto de oferta pública. (CNV).

Acciones

En la Bolsa, las pymes cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

De esta manera, pueden abrir su capital incorporando nuevos socios a través del aumento del capital social, con la emisión de nuevas acciones. (Futuro Bursátil).

Mediante su cotización en la Bolsa, estas acciones se colocan entre el público inversor que en vez de pasar a ser acreedor de la sociedad -como en las demás alternativas de financiamiento- se convierte en un nuevo socio. Es importante aclarar que las acciones pymes sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV (Resolución General 579/2010).

IV. Obligaciones Negociables

Antecedente

Como antecedente de este instrumento, se dio en el año 1983 con el Caso Alpargatas, que esté presente ante la CNV una consulta para emitir valores negociables de deuda, posteriormente se sumaron otros casos que dieron origen a que la CNV se expida favorablemente sobre este instrumento.

La Resolución Gral. N° 85 de la CNV en el año 1983, constituyo la primera reglamentación en la materia previa sanción de la ley 23.576, por la cual consideró que los títulos valores que emitan las sociedades, con arreglo de lo dispuesto por los art. 742, 744, y 745 del Código de Comercio, reunieran las características el art. 17 de la ley 17.811 y contuvieran la obligación de pagar a plazo una suma de dinero, llevaría la denominación de obligaciones negociables. (Camerini 2007).

Luego se sanciono la Ley 23.576 de Obligaciones Negociables, siendo el primer antecedente legislativo dando un marco jurídico integral sobre emisión de valores negociables de deuda, en al año 1988. La Ley fue reglamentada mediante Decreto N° 156/89. En el artículo 1° de la Ley de Obligaciones Negociables, detalla los sujetos que pueden contraer empréstitos mediante este instrumento, siendo: *“Las sociedades por acciones, las sociedades de responsabilidad limitada, las cooperativas y las asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley General de Sociedades 19.550, t. o. 1.984 y sus modificaciones”*.

En el año 1991, se sanciono la ley 23.962, que introdujo una reforma integral a la Ley 23.576 y se modificó el artículo 95 de la ley de impuesto a las ganancias, a los efectos de otorgar beneficios en materia impositiva a la emisión de las obligaciones negociables dentro del régimen de oferta pública (Camerini 2007).

Definición

A los fines de este trabajo podemos definir a las obligaciones negociables como: *“títulos de deuda privada que incorporan un derecho de crédito que posee su titular*

respecto de la empresa emisora. El inversor que adquiere este título se constituye como obligacionista o acreedor de la empresa con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en un período de tiempo determinado” (CNV 2007).

Otra definición: *“Es un título valor casual, representativo de deuda, emitido por un sujeto autorizado conforme al art. 1° de la L ON y dotado de fuerza ejecutiva para su cobro” (Camerini 2018).*

Este instrumento de financiación, puede emitirse en forma individual o a través de un programa global. Este último, consiste en un procedimiento de autorización que permite al emisor solicitar una autorización marco por un monto determinado y por un plazo máximo de 5 años, para posteriormente, hacer emisiones en una o más series en el momento que lo desee dentro del lapso quinquenal.

Las obligaciones negociables, constituyen un instrumento de financiamiento que al contar con autorización de oferta pública, supone una operación de ahorro público. El acceso a un amplio número de inversiones obedece al carácter de la oferta pública que tienen los títulos valores negociables en el mercado de capitales. La decisión de la emisora de acudir al mercado de capitales para fondearse dependerá de cual sea su estrategia. En este caso, generalmente está dada por el beneficio impositivo que este tipo de instrumentos puede tener respecto a otros o respecto al financiamiento del capital propio.

Las sociedades por acciones, las sociedades de responsabilidad limitada, las cooperativas, asociaciones civiles radicadas en el país, sucursales de sociedades constituidas en el exterior y las sociedades anónimas con participación estatal mayoritaria son las que pueden emitir obligaciones negociables.

Tipos de ON

Existen distintos tipos de ON, las simples y las convertibles:

- ❖ Las primeras, son aquellas que representan un pasivo para la emisora y para el inversor un derecho de cobro de capital e interés. El tenedor de las ON simples se constituye en acreedor del emisor.

- ❖ Los ON convertibles, son las que representan un derecho de cobro para el inversor obligacionista. A diferencia de las anteriores, las ON convertibles otorgan la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones de la emisora al precio que se haya determinado en la suscripción de la ON, es decir, mediante esta opción, el inversor tiene la opción de cambiar su posición de acreedor a la de accionista de la emisora. Las sociedades por acciones son las únicas que pueden emitir ON convertibles.

Garantías

Estos títulos de deuda pueden tener diferentes garantías (Camerini 2018):

- 1) Común, en donde el patrimonio del emisor garantiza la emisión. La situación del inversor frente al resto de los acreedores comunes no cuenta como privilegio para el cobro.
- 2) Flotante (compromiso de la empresa de mantener una situación patrimonial).
- 3) Especial (hipoteca).
- 4) Prendaria (aplicable a montos pequeños).
- 5) Fiduciaria (separar del patrimonio del emisor el activo dado en garantía).
- 6) Aval, bancario o de una SGR.

Tasas de interés

En el mercado de capitales, la tasa de interés de las obligaciones negociables puede ser:

- ❖ Fija, cuando se establece por licitación pública, es decir, en función de las ofertas recibidas en el proceso de colocación de la ON.
- ❖ Si la tasa elegida es variable, la tasa de referencia es la “BADLAR”, un índice fijado por el Banco Central de la República Argentina para depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días y de más de un millón de Pesos más un margen porcentual a licitar. A dicho costo de financiamiento se le deberán sumar los costos de la garantía y comisiones del proceso de colocación en el mercado. (CNV).

Plazo

El plazo es fijado por la emisora, de acuerdo a sus características propias, el horizonte de sus proyectos de inversión y sus necesidades de financiamiento. En general, las obligaciones negociables son a mediano plazo (CNV).

Moneda de Emisión

El art. 4 Ley 23.576 establece: *“Es permitida la emisión de obligaciones negociables denominadas en moneda extranjera, pudiendo suscribirse en moneda nacional, extranjera o en especie. En el caso que las condiciones de emisión establezcan que los servicios de renta y amortización son pagaderos exclusivamente en moneda extranjera no será de aplicación lo dispuesto en el artículo 765 del Código Civil y Comercial de la Nación”*.

Actividades a financiar

Las empresas pueden recurrir al mercado de capitales para financiar proyectos de inversión, adquisición de activos, capital de trabajo, refinanciar o reestructurar pasivos u otras actividades productivas:

- Aumentar el stock de Inventario.
- Comprar maquinarias y equipos.
- Renovar el parque tecnológico.
- Adquirir plantas o inmuebles industriales.
- Ampliar el financiamiento de sus ventas
- Financiar exportaciones / importaciones.
- Colocar nueva deuda a un plazo menor/mayor.
- Refinanciación de pasivos a menor tasa.

Responsabilidad

El art. 34 de la ley de obligaciones negociables establece: *“Los directores, administradores, síndicos o consejeros de vigilancia de la emisora son ilimitada y*

solidariamente responsables por los perjuicios que la violación de las disposiciones de esta Ley produzca a los obligacionistas”.

Ventajas y desventajas de las ON

La principal ventaja de emitir un título de deuda bajo el régimen de oferta pública para las emisoras son principalmente impositivas y el ahorro de los costos de acceso a la información, en virtud de la transparencia pública que rige en el mercado.

Por su parte, los inversores acceden a instrumentos emitidos por emisoras supervisadas por una autoridad de contralor, sometidas a una serie de recaudos normativos y reglamentarios, que protegen a los tenedores de estos valores, particularmente, a los consumidores financieros. Por ello, obliga a que las empresas emisoras ajusten y sobre exijan sus auditorías internas. Es que, para cumplir con las exigencias de transparencia, las firmas tienen que estar preparadas para dar información al mercado en tiempo y forma. Esto expone a las empresas a evaluaciones constantes del negocio, la evolución financiera y las decisiones estratégicas, entre otros puntos. Por este motivo, el track-record de la empresa cobra valor, pero aún más importante es tener un plan de negocios sólido que te permita hacer frente en el futuro a la deuda asumida a través de la ON.

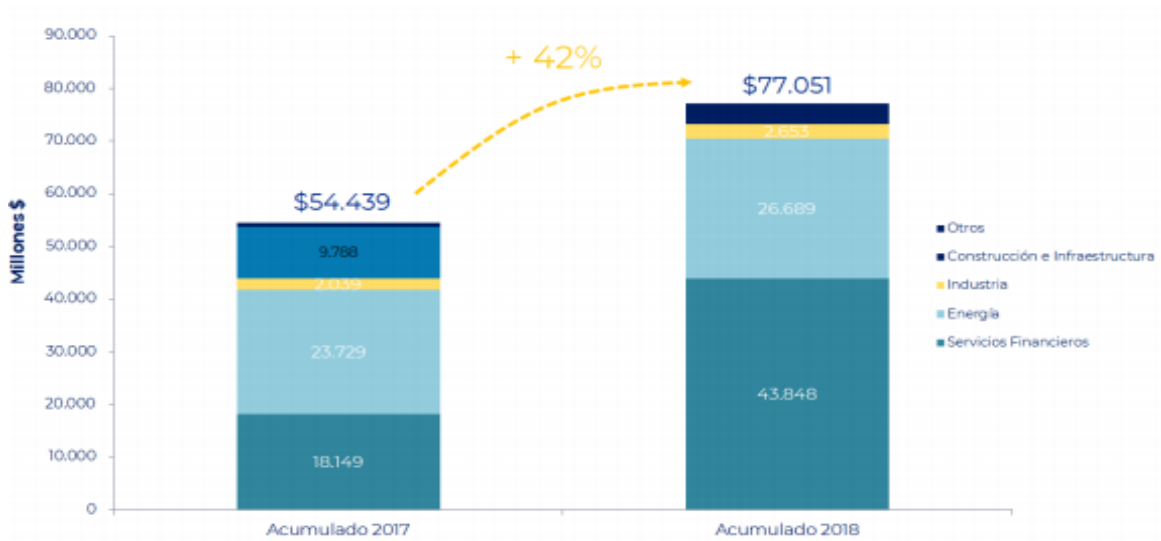
Otra de las ventajas de emitir obligaciones negociables, es que las empresas pueden obtener todo el financiamiento que necesiten de acuerdo a sus flujos operativos, a largo plazo y con tasas más bajas de las que ofrece el sistema bancario.

La única desventaja de emitir obligaciones negociables, son los riesgos propios del mercado, como por ejemplo, si se emite a tasa variable, el riesgo es que suban las tasas de interés, por lo que el costo de la deuda podría aumentar de acuerdo a diferentes factores económicos (Revista apertura Marzo 2018).

ON en Argentina

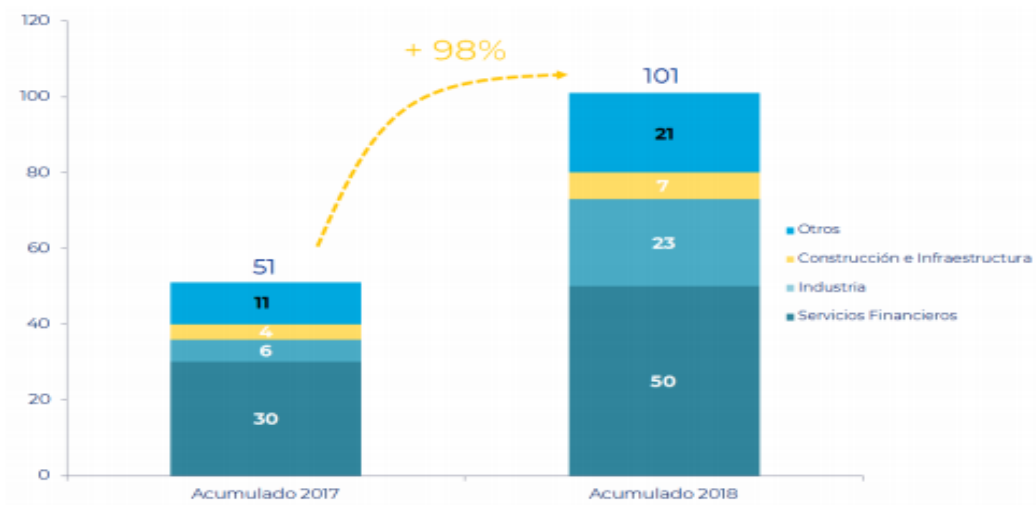
En Argentina, el financiamiento por obligaciones negociables ha crecido en los últimos. Tal como se detalla en el siguiente gráfico, en el primer cuatrimestre del año 2018 creció la emisión de estos títulos de deuda en un 42% respecto el mismo cuatrimestre del año anterior. Siendo el monto total emitido acumulado desde enero

hasta abril del 2018 de \$77.051 millones de pesos. Además, se observa la emisión en millones de pesos por sector, observando que el sector financiero es el que más volumen emite, luego le sigue el sector de energía (Informe mensual abril 2018 CNV).



Fuente: www.cnv.gov.ar

En el grafico a continuación, se detalla la cantidad acumulada de obligaciones negociables emitidas por sector en el primer cuatrimestre del 2018, donde se observa que en el primer cuatrimestre del año 2017 se emitieron un total de cincuenta y uno (51) ON y en el mismo periodo del año 2018 se emitieron un total de ciento uno (101) ON, lo que significa un incremento de 98% de la cantidad de obligaciones negociables emitidas.



Fuente: www.cnv.gov.ar.

V. ON Pyme

Marco regulatorio

En el año 1993, se dictó el Decreto 1087, por el cual el Poder Ejecutivo autorizó a que mediante el Marco Legal de la ley de ON, se pudiera aplicar la misma herramienta de financiamiento mediante obligaciones negociables para pequeñas y medianas empresas. (Camerini 2007).

Por lo tanto, las personas jurídicas enumeradas en el art. 1° de la ley de obligaciones negociables, que se encuadren dentro del régimen de pequeña y mediana empresa, pueden hacer oferta pública de valores negociables representativos de deuda, previa autorización de CNV.

En el año 2013, se sancionó la nueva Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, en la que uno de los objetivos estratégicos fue promover el acceso al mercado de capitales de pequeñas y medianas empresas, generar nuevos instrumentos de inversión y fomentar la canalización del ahorro hacia la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de las economías regionales.

La Resolución 1026/13 de la CNV, que corresponde a la Norma de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, en la que se introduce un nuevo régimen simplificado para las pymes denominado “ON PYME GARANTIZADA”, es una herramienta de financiación en el mercado de capitales, que cuenta con todas las ventajas de las obligaciones negociables, pero con menos requisitos de registración e información para este tipo de empresas. La trascendencia de la novedosa regulación se encuentra en la simplificación de los procedimientos para el ingreso y permanencia en el régimen de oferta pública para las pymes, y la fortaleza del instrumento, por contar con la garantía otorgada por parte de una “Sociedades de Garantía Recíproca”, “Entidades Financieras” y/o “Fondos de Garantía.

La Resolución 793/19 de la CNV, establece modificaciones sobre valores máximos de ingresos totales anuales Pyme CNV, en el Artículo 1°, manifiesta: *“Se entiende por Pequeñas y Medianas Empresas CNV (PYMES CNV) al sólo efecto del acceso al mercado de capitales, a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales*

anuales expresados en pesos no superen los valores establecidos en el cuadro siguiente:

SECTOR				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
431.450.000	1.441.090.000	1.700.590.000	481.570.000	630.790.000

A los efectos de clasificar sectorialmente al interesado se adopta el “Codificador de Actividades Económicas (CLAE)” aprobado por la Resolución General AFIP N°.537/2013, lo que deriva en el cuadro que se detalla a continuación:

SECTOR				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
A	B; C; J (sólo códigos: 591, 592, 601, 602, 620 y 631; R excepto 920)	G	D; E; H (resto de I, J; K; L; M; N; P; Q y S)	F

La pertenencia de las empresas respecto de los sectores establecidos en el cuadro previo se establecerá de manera que la misma refleje la realidad económica de las actividades desarrolladas por la empresa.

Cuando una empresa tenga ventas por más de uno de los sectores de actividad establecidos en el presente artículo, se considerará aquel sector de la actividad cuyo ingreso haya sido el mayor”.

En mayo del año 2018, se aprobó la ley 27.440 de financiamiento productivo, en donde se tiene como objetivo aumentar el financiamiento para las pymes, a través del mercado de capitales. Unos de los aspectos más destacados es la simplificación de la emisión de obligaciones negociables ya que elimina la necesidad para las pymes de contar con síndico en la emisión de un ON garantizada.

Desde 2016 hasta ahora, el crecimiento de las emisiones de obligaciones negociables por parte de las pymes es indicativo de su necesidad de financiación. Desde enero hasta abril de 2018 hay 37 emisiones de ON Simples por un valor de unos 401

millones de pesos y hay más de 80 pymes que están tramitando nuevas emisiones. (Argentina.gob.ar).

Garantía

El aval de una entidad autorizada por CNV, funciona como señales en los mercados, sin embargo pueden generar un efecto negativo, como una barrera de entrada al mercado de capitales, por sus elevados costos.

Las entidades autorizadas por CNV para brindar garantía a la emisión de las obligaciones negociables de las pymes, son las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) y/o entidades financieras y/o a través de una contratación a una calificadora de riesgo (Revista científica FCE, 2011):

- ❖ Las SGR, forman parte de una figura impulsada por el Estado que permite crear asociaciones de empresas cuyo fin común es generar fondos que sirvan de garantía de las operaciones crediticias de sus asociados. Adicionalmente, las SGR pueden brindar asesoramiento técnico, financiero y económico a sus socios en forma directa o por medio de terceros. Esta figura se encuentra directamente vinculada al acceso al financiamiento de las pymes, y sobre todo, al acceso a los mercados financieros. La principal ventaja de estas sociedades es la reducción del riesgo que proporcionan a los prestatarios frente a los prestamistas, ya que la importancia de la cobertura por cada empresa dentro del fondo es insignificante en relación al total del fondo y la probabilidad de default masivo es reducida. En consecuencia, las pymes que ofrecen garantías de SGR pueden acceder a mejores condiciones al momento de buscar financiamiento externo.
- ❖ Por otro lado, la calificación de riesgo consiste en la asignación de una nota por parte de una agencia calificadora, que refleja su opinión con respecto a la capacidad y voluntad de la empresa emisora de honrar los pagos de intereses y amortización de la deuda. Adicionalmente, dicha nota toma en consideración, entre otras cuestiones, la calidad crediticia de las garantías u otras formas de respaldo crediticio de la obligación, y la protección provista por la legislación y la

posición relativa de la obligación en caso de quiebra, u otras situaciones que afecten los derechos del acreedor.

En particular para las emisiones de títulos de deuda, las categorías de calificación han sido establecidas por el Decreto N° 656/92. Dichas categorías se representan con las letras A, B, C, D, y E, siendo la A para valores negociables de mejor calidad y más bajo riesgo y la calificación D para valores negociables de menor calidad y mayor riesgo, en tanto la E se reserva para las empresas que no cumplen debidamente con los requisitos de información.

Asimismo, la Comisión Nacional de Valores, ha autorizado la utilización de subcategorías, las mismas dependen de la empresa calificadora. En Argentina las calificaciones de riesgo están a cargo de cuatro empresas, tres de ellas son las más reconocidas internacionalmente, Fitch Argentina, Moody's Latin América Calificadora de Riesgo S.A. y Standard & Poor's International Ratings, y una calificadora local, Evaluadora Latinoamericana S.A. cuya actividad se desarrolla también en Latinoamérica.

Además, la CNV autorizó a las Universidades Públicas a ser entidades calificadoras de riesgo. Las que están habilitadas a calificar son: Universidad Nacional de San Martín, Universidad Nacional de Tres de Febrero, Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires y Unidad CEPAF (UBA).

Tasas de interés

Las pymes, podrán emitir a tasa fija o variables, tal como se desarrolló en el punto anterior para obligaciones negociables del régimen general.

Moneda de emisión

Puede ser en pesos o en moneda extranjera según los ingresos corrientes y características de la pyme.

Monto de emisión

Con fecha 12/04/19, se emitió la RGCRGN-790-19: ACTUALIZACIÓN MONTO DE EMISIÓN PYME CNV, la cual resolvió: *“El monto máximo en circulación de las*

emisoras PYMES CNV, en los regímenes establecidos en el presente Capítulo, no deberá exceder de:

a) PESOS QUINIENTOS MILLONES (\$500.000.000), o su equivalente en otras monedas, bajo el Régimen PYME CNV;

b) PESOS TRESCIENTOS MILLONES (\$300.000.000), o su equivalente en otras monedas, bajo el Régimen PYME CNV GARANTIZADA. Los valores negociables representativos de deuda serán colocados y negociados en los Mercados autorizados por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, a través de los Agentes registrados”.

Costos

Los costos de transacción, son aquellos en los que debe incurrir la empresa para ser autorizada a emitir y cumplir con las reglamentaciones de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y los del Mercado de Valores.

A continuación, se enumeran estos costos que son obligatorios para todas las pymes que quieran ingresar al mercado de capitales:

- ❖ Costos de transacción, son los que se consideran para realizar una emisión de obligaciones negociables. A continuación, se presenta una breve descripción de los mismos:
 1. Inscripción en el Registro Público de Comercio: costo del formulario de inscripción.
 2. Derechos de Cotización: La ON Pyme general, tienen arancel que cobra la BCBA, es una suma fija anual más un adicional que surge de la aplicación de un coeficiente decreciente al excedente de la emisión sobre el límite inferior de cada categoría. Las ON Pyme garantizadas, están bonificadas del Derecho de Cotización. (CNV)
 3. Publicaciones: En el Mercado Argentino de Valores no tiene costo la publicación para las ON Pyme garantizadas, si tienen costo para las ON pyme gral. (CNV).
 4. Honorarios de Profesionales y Comisiones: este costo varía de acuerdo al tipo de relación que los profesionales tienen con la empresa, la complejidad y el volumen de las operaciones, etc. A continuación se detallan dichos costos:

4.1. Honorarios legales: la Ley 21.839 de Aranceles y Honorarios Profesionales Honorarios de abogados y procuradores, establece por la redacción de contratos y otros documentos, un arancel mínimo entre 1% y 5% del valor de emisión. Así, se contemplará un valor de 3% en el primer año de cada emisión, y el mínimo de 1% para los dos restantes. Adicionalmente, deben contabilizarse los costos asociados al asesoramiento, a la inscripción en el Registro Público de Comercio y el registro en Caja de Valores. Para las ON pyme garantizadas, es opcional la contratación de abogados (CNV).

4.2. Honorarios de contadores: de acuerdo a los valores orientativos publicados por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires, éstos varían según la complejidad de la actividad sea baja, media o alta.

4.3. Comisiones del agente organizador y del agente colocador: Estos costos implican la evaluación de necesidad de financiamiento, de capacidad de repago y situación económica-financiera de la firma del agente organizador. El agente colocador, es quien coloca la emisión entre los inversores. Existen tres posibles tipos de contratación del agente colocador: en vista de que es altamente frecuente que ello ocurra, se supondrá que ambos agentes coinciden en una misma institución o persona.

- ❖ Los costos de señalización tienen como objetivo disminuir las asimetrías de información entre la empresa y el mercado. En este trabajo se consideran dos tipos de señalización: a través de la calificación de riesgo y a través de garantías, principalmente las provenientes de una SGR.

Los costos de señalización se calculan de la siguiente manera:

1. Calificación de Riesgo: los aranceles varían en función de la empresa calificadora, de la complejidad de la operación y el monto de la emisión, y generalmente se sitúan entre \$60.000 y \$250.000 (valores establecidos en base a los aranceles publicados por las empresas Calificadoras de Riesgo mencionadas anteriormente). Si bien los mismos no son directamente proporcionales a los montos de emisión, tampoco son independientes de ellos. El hecho de que estas empresas califiquen sus emisiones las hace más atractivas para el público

inversor, a la vez que permite que los inversores institucionales las incluyan en sus carteras. Esta manera de señalización de las empresas les permite tener mayores posibilidades de colocación de los títulos y a tasas de interés inferiores. Las ON Pyme garantizada no tienen este costo (CNV).

2. Garantías. Las opciones más utilizadas por las pymes son: garantizar la emisión con sus propios activos (garantías hipotecarias, prendarias, o de activos fiduciarios), establecer garantías comunes (garantizan con su propio patrimonio), o convertirse en Socios Partícipes de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Inversores calificados

Los valores negociables emitidos bajo el régimen pyme, sólo podrán ser adquiridos por inversores calificados. El primer Artículo de la RG 761/18 que hace referencia a la definición de inversor calificado, manifiesta:

“Los valores negociables emitidos bajo los regímenes de este Capítulo, a excepción de la SECCIÓN III del presente Capítulo correspondiente al RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA, sólo podrán ser adquiridos por inversores calificados. Se entiende por inversor calificado a los siguientes sujetos: a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, Entidades Autárquicas, Sociedades del Estado y Empresas del Estado. b) Organismos Internacionales y Personas Jurídicas de Derecho Público. c) Fondos Fiduciarios Públicos. d) La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) – Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS). e) Cajas Previsionales. f) Bancos y Entidades Financieras Públicas y Privadas. g) Fondos Comunes de Inversión. h) Fideicomisos Financieros con oferta pública. i) Compañías de Seguros, de Reaseguros y Aseguradoras de Riesgos de Trabajo. j) Sociedades de Garantía Recíproca. k) Personas Jurídicas registradas por la COMISIÓN como agentes, cuando actúen por cuenta propia. l) Personas humanas que se encuentren inscriptas, con carácter definitivo, en el Registro de Idóneos a cargo de la COMISIÓN. m) Personas humanas o jurídicas, distintas de las enunciadas en los incisos anteriores, que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras por un monto equivalente a UNIDADES DE VALOR ADQUISITIVO TRESCIENTAS CINCUENTA MIL (UVA 350.000). n) Personas jurídicas constituidas en el extranjero y personas humanas con domicilio real en el extranjero”

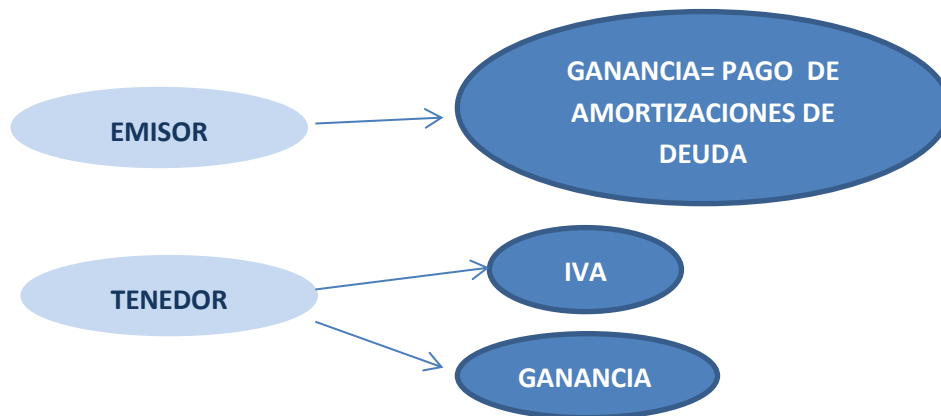
Beneficios Impositivos

Para acceder a los beneficios impositivos, las pymes deben cumplir con las siguientes condiciones:

- 1) Oferta pública;
- 2) Aplicación de fondos para: a) Activos fijos en el país; b) capital de trabajo; c) refinanciación de pasivos; d) aporte de capital en sociedades controladas o vinculadas con la emisora;
- 3) Con control de la CNV.

A continuación, se detallan los diferentes tipos de beneficios impositivos:

- ❖ Las entidades que califican como pyme, gozaran de beneficio impositivo establecido por Artículo 36 bis de la ley 23.576 que manifiesta: *“Quedan exentas del impuesto al valor agregado, las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las obligaciones negociables y sus garantías...A los fines de facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas al presente régimen, la Comisión Nacional de Valores establecerá requisitos diferenciales por categorías definidas por la magnitud de la emisión y el tamaño de la empresa emisora. Cuando la emisora se ajuste a lo previsto en el artículo 13, la reglamentación podrá limitar las exigencias de intervención en la Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de mantener los beneficios del tratamiento fiscal establecido en el presente artículo.”.*
- ❖ Impuesto a los sellos, están exentas del impuesto: a) contratos y operaciones, incluyendo entrega y recepción de dinero relacionada con la emisión, suscripción, colocación y transferencia de ON; b) todas las garantías reales o personales constituida a favor de los obligacionistas; c) los aumentos de capital por las emisiones; d) las provincias quedan invitadas a prácticas iguales exenciones. (Camerini 2018)



Fuente: Autoría propia.

Diferencias con régimen general

-La ON en el régimen general, es un instrumento que requiere tiempos largos de estructuración, presentación de balances trimestrales, participación de estudios de abogados, y varios requerimientos administrativos que hacen que el costo financiero total de la operación sea viable únicamente para emisiones de montos elevados, o bien, sólo para empresas de gran tamaño que tuvieran la capacidad de hacer frente a dichas barreras.

La ON simple, permite prescindir de estos elementos antes mencionados, sus tiempos de estructuración son realmente rápidos, existen prospectos modelo que pueden ser bajados directamente de la web de CNV, y no necesariamente deberá contratarse estudios de abogados, ni con una gran fuerza administrativa, por ende permite a la pyme salir con montos de emisión mucho más bajos.

-Solo se informa hechos relevantes que puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de las actividades de la sociedad.

-Se publican en la Autopista de información financiera (AIF), solo los estados contables anuales dentro de las 120 días de cerrado el ejercicio, comparado con los 70 días para los anuales y 40 para los trimestrales para el otro régimen (CNV).

- Si la pyme cuenta con garantía de una SGR, el trámite es online (BCR).

-Las obligaciones negociables emitidas por pymes, solo pueden ser adquiridas por inversores calificados.

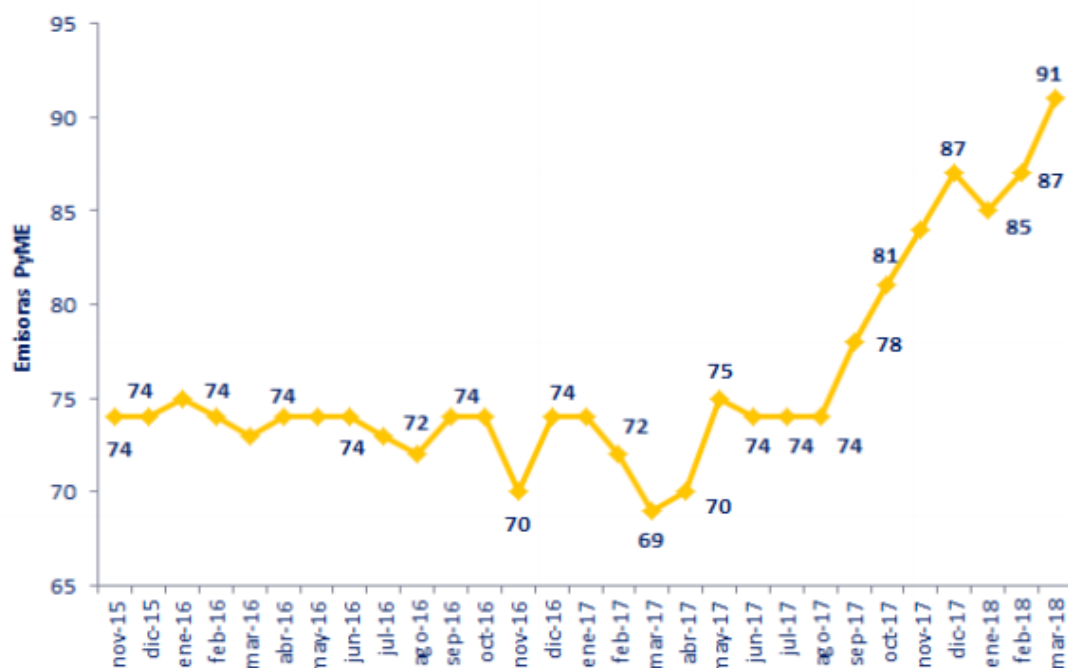
Ventajas de ON pyme

- Menores tasas de interés.
- Plazo de amortización acorde a los flujos de la empresa.
- Obtención de la totalidad del financiamiento requerido.
- Mejora la imagen de la empresa.
- Fuente inagotable de recursos.
- Paso previo a la apertura del capital de la empresa.
- Mejora los ratios de la empresa.
- Beneficios impositivos.

ON Pyme en Argentina

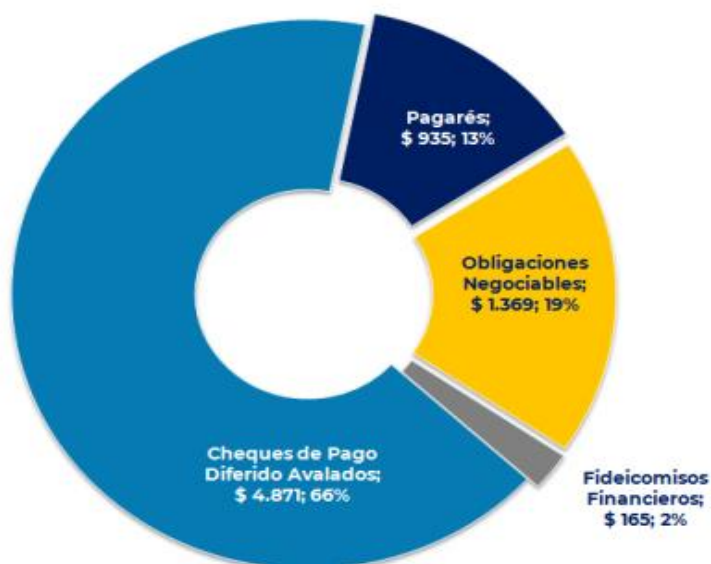
El financiamiento en el mercado de capitales para pymes ha crecido en los últimos años en Argentina y en consecuencia también creció la financiación mediante la emisión de obligaciones negociables.

En el siguiente gráfico, se observa la evolución desde noviembre de 2015 al primer trimestre del año 2018, de la cantidad neta de emisoras pymes (CNV informe trimestral 2018).



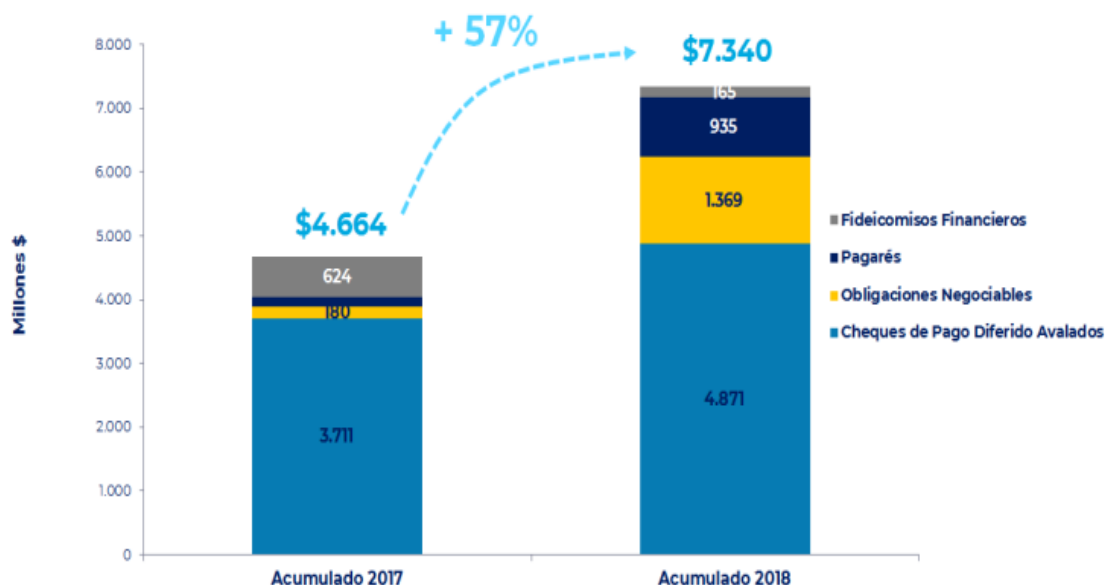
Fuente: www.cnv.gov.ar.

Se detalla a continuación, en porcentaje y en millones de pesos del financiamiento total para pymes, por instrumento para el primer trimestre del año 2018, en donde se observa, que solo un 19% se financia a través de obligaciones negociables, y con cheque de pago diferido avalado un 66% del total de financiación para estas empresas. Como último medio de financiación, están los fideicomisos financieros para pyme, representando solo un 2% el total. (Informe mensual de pyme. CNV Abril 2018).



Fuente: www.cnv.gov.ar.

Comparando los montos del financiamiento acumulado por parte de las pymes en el mercado de capitales local durante los primeros tres meses de 2018, se observa que ascendió a \$7.340 millones, valor que supera en un 57% a los \$4.664 millones del año anterior, en el grafico a continuación se detalla el monto del financiamiento total de las pymes en millones de pesos, acumulado desde el mes de Enero a Marzo del 2018 y el mismo trimestre del año 2017:



Fuente: www.cnv.gov.ar.

El monto financiado por obligaciones negociable para pyme, creció un 661% en el primer trimestre del año 2018, con relación al primer trimestre del año anterior, según se detalla en el siguiente gráfico:



Fuente: www.cnv.gov.ar.

Ejemplo de ON Pyme Garantizada Metalfor S.A. Serie I

- Datos del Emisor: Metalfor S.A., es una pyme de la provincia de Córdoba, tiene diferentes objetos sociales, los que se enumeran a continuación:
 - a) Industriales: mediante la elaboración, transformación y acondicionamiento de materias primas y productos semielaborados, tendientes a la fabricación de pulverizadores autopropulsados de arrastre y otros implementos utilizados en la fumigación y pulverización agrícolas, cosechadoras en todos sus tipos y clases, tractores de todas las potencias, fertilizadoras, tolvas, sembradoras y cualquier otro implemento agropecuario, sus partes, repuestos y/o piezas,
 - b) Transporte: transporte de bienes y semovientes, propios o de terceros, en vehículos propios o ajenos,
 - c) Comerciales: mediante la comercialización, importación, exportación, comisiones, representaciones, consignaciones y mandatos, explotación, registro y transferencias de patentes de invención, marcas de comercio, de fábrica y licencias, modelos industriales y distribución de mercaderías, repuestos, materias primas, productos semielaborados y terminados.
- Garantía: Las Obligaciones Negociables estarán 100% garantizadas, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables Pyme CNV Garantizada Metalfor S.A. Serie I estarán garantizadas por: (i) Garantías Bind SGR por hasta la suma total de \$9.000.000 (30% de la emisión), (ii) Garantizar SGR por hasta la suma de \$6.000.000 (20% de la emisión), (iii) SRG Cardinal por hasta la suma de \$6.000.000 (20% de la emisión), (iv) Potenciar SGR por hasta la suma de \$6.000.000 (20% de la emisión) y (v) Acindar Pymes SGR por hasta la suma de \$3.000.000 (10% de la emisión). La garantía se otorga en carácter como liso, llano y principal pagador con renuncia al beneficio de excusión y división.
- Tasa de interés: Las ON Serie I devengarán intereses a una tasa nominal anual variable equivalente a la Tasa Baldar más un Diferencial de Tasa a licitarse durante el Período de Licitación.
- Moneda de Emisión y pagos: Pesos Argentinos.
- Monto de emisión: Hasta V/N \$30.000.000 (pesos treinta y tres millones).
- Vencimiento: 24 (veinticuatro) meses de la fecha de emisión.
- Amortización: el capital de las ON Serie I se cancelará en cuatro cuotas semestrales consecutivas. Las primeras dos cuotas serán equivalente al 10% del capital cada una y las dos restantes equivalentes al 40% del capital cada una.

- Fecha de pago de Servicios: los servicios de intereses y de amortización de las ON Serie I serán pagaderos en las fechas de pago de servicios que se indiquen en el cuadro de pago de servicios indicado en el Aviso de Colocación (el “Cuadro de Pago de Servicios”). Si la fecha fijada para el pago fuera un día inhábil, quedará pospuesta al Día Hábil siguiente, devengando intereses por el o los días que se posponga el vencimiento.
- Destino de los Fondos: A efectos de lo establecido en el artículo 36 inc. 2 de la Ley de Obligaciones Negociables, el Emisor tiene previsto aplicar el 100% de los fondos netos recibidos al incremento del capital de trabajo, particularmente a la compra de materias primas las cuales serán sometidas a diferentes procesos de transformación para incrementar la producción de pulverizadoras automotrices.
- El diferencial de tasa: determinado por subasta, es de 5,9% anual según informado a CNV a través de Autopista de Información Financiera (AIF).
- Tasa Baldar: En el mes de julio de 2019, según datos publicados en www.bcra.gob.ar en promedio la tasa Baldar fue de 48%.
- Proyección de la tasa Baldar:

-Para un escenario pesimista de las tasa Baldar, se consideró que la misma tuvo un incremento de 86,77%, en el periodo de Julio 2017 (25,93%) a Julio de 2019 (48,43%).

Si con la actual tasa Baldar de 48,43%, consideramos que tendrá un incremento de 48,43% en los dos años posteriores, la tasa para el último pago de amortización e interés que tiene fecha en Julio de 2021 sería de 90,45%.

Para los periodos intermedios, se incrementó proporcionalmente el aumento en los cuatro semestres:

Pesimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
Baldar	48,43%	58,93%	69,43%	79,93%	90,45%

Fuente: Autoría Propia con datos extraídos de www.bcra.com.ar

-Para un escenario optimista de la tasa Baldar, se consideró que la misma tuvo un decremento, en los dos años posteriores a la emisión, de la misma proporción que el incremento observado en el periodo de Julio 2017 a Julio 2019, llegando la misma al último pago de amortización e interés que tiene fecha en Julio de 2021, a 25,23%:

Optimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
Baldar	48,43%	42,63%	36,83%	31,03%	25,23%

Fuente: Autoría Propia con datos extraídos de www.bcra.com.ar

A continuación, se realizó los flujos de fondo de la emisión de la ON Pyme de Metalfor S.A., con las tasas estimadas para un escenario pesimista y optimista:

Pesimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
Total Emisión	30.000.000	27.000.000	24.000.000	12.000.000	0
Amortización		3.000.000	3.000.000	12.000.000	12.000.000
Baldar		15.911.100	16.663.200	9.591.600	0
Tasa Diferencial		1.593.000	1.416.000	708.000	0
Total Pago intereses		17.504.100	18.079.200	10.299.600	0
PAGO TOTAL		20.504.100	21.079.200	22.299.600	12.000.000

Fuente: Autoría Propia

Optimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
Total Emisión	30.000.000	27.000.000	24.000.000	12.000.000	0
Amortización		3.000.000	3.000.000	12.000.000	12.000.000
Baldar		10.241.100	6.583.200	2.031.600	
Tasa Diferencial		1.593.000	1.416.000	708.000	0
Total Pago intereses		11.834.100	7.999.200	2.739.600	0
PAGO TOTAL		14.834.100	10.999.200	14.739.600	12.000.000

Fuente: Autoría propia

Ejemplo línea de Crédito para Pymes del Banco Nación

- Modalidad: En pesos, en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA).
- Valor de UVA: el valor promedio de UVA, para el periodo Julio 2019 es de \$38.31.
- Monto máximo: Sin límite reglamentario, surgirá de la evaluación individual de cada caso. Para el ejemplo de financiación de Metalfor S.A. tomamos el monto de emisión de \$30.000.000.
- Amortización: Sistema alemán con periodicidad mensual, trimestral o semestral, de acuerdo al flujo de fondos del solicitante. A efectos que sea más efectiva la comparación tomamos el plazo semestral.
- Plazo: Financiación en UVA hasta 4 años.
- Garantías: A satisfacción del banco.
- Comisiones y Tasas: Usted puede consultar el "Régimen de Transparencia" elaborado por el Banco Central de la República Argentina sobre la base de la información proporcionada por los sujetos obligados a fin de comparar los costos, características y requisitos de los productos y servicios financieros.
- Proyección del valor de UVA:

-En un escenario pesimista, se consideró que la UVAs tuvieron un incremento de 96,64%, en el periodo de Julio 2017 (\$19,34) a Julio de 2019 (\$38,03).

Si con el actual valor de UVA de \$38,03, consideramos que tendrá un incremento de 96,64% en los dos años posteriores, la tasa para el último pago de amortización e interés que tiene fecha en Julio de 2021 sería de \$74,78%.

Para los periodos intermedios, se calculó un incremento proporcional:

Pesimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
UVA	\$ 38,03	\$ 47,21	\$ 56,39	\$ 65,57	\$ 74,78

Fuente: Autoría propia con datos extraídos de www.bcra.com.ar

-En un escenario optimista, se considero que el Valor de UVA tuvo un decremento en los dos años posteriores a la solicitud del crédito, de la misma proporción que el incremento observado en el periodo de Julio 2017 a Julio 2019, llegando el valor de la UVA a \$1,31 en Julio de 2021, \$1,31:

Optimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
UVA	\$ 38,03	\$ 28,85	\$ 19,67	\$ 10,49	\$ 1,31

Fuente: Autoría propia con datos extraídos de www.bcra.com.ar

A continuación, se realizó los flujos de fondo de un Crédito Uva del Banco Nación a Metalfor S.A., con los valores de UVAS para un escenario pesimista y optimista:

Pesimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
Tota Crédito	30.000.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000
UVA	788.851				
PAGO TOTAL		\$354.075.000	\$422.925.000	\$491.775.000	\$560.866.440

Fuente: Autoría propia con datos extraídos de www.bcra.com.ar

Optimista	jul-19	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
Total Crédito	30.000.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000
UVA	788.851				
PAGO TOTAL		\$216.375.000	\$147.525.000	\$78.675.000	\$17.325.000

Fuente: Autoría propia con datos extraídos de www.bcra.com.ar

Comparación de flujos de fondos de ambas formas de financiación

Pesimista	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
PAGO ON	\$ 20.504.100	\$ 21.079.200	\$ 22.299.600	\$ 12.000.000
CREDITOS UVA	\$ 354.075.000	\$ 422.925.000	\$ 491.775.000	\$ 560.866.440

Fuente: Autoría Propia

Optimista	ene-20	jul-20	ene-21	jul-21
PAGO ON	\$ 14.834.100	\$ 10.999.200	\$ 14.739.600	\$ 12.000.000
CREDITOS UVA	\$ 216.375.000	\$ 147.525.000	\$ 78.675.000	\$ 17.325.000

Fuente: Autoría Propia

En el ejemplo, se observa de manera clara la ventaja en la emisión de Obligaciones Negociables para Pyme, tanto para un escenario pesimista, en donde se presupone que se incrementaría la tasa Baldar (ON) y la inflación (UVA), como en un escenario optimista, en donde bajarían la tasa Baldar y la inflación.

En ambos escenarios, resulta conveniente para la Pyme Metalform S.A. financiarse en el Mercado de Capitales, mediante la emisión de Obligaciones Negociables para PYME, que solicitar crédito UVA en el Banco Nación, dado que el valor de la UVA se actualiza por inflación y de acuerdo al incremento que ha tenido en los dos últimos años la inflación y el incremento de tasas en la economía de nuestro país, resultaría más costosa la financiación en el sistema bancario que en mercado de capitales.

VI. Conclusión

Un mercado de capitales es fundamental para el desarrollo económico de un país, porque es allí donde las empresas y el gobierno podrán encontrar el mecanismo de financiación más eficiente y económico, y los inversores podrán colocar su capital en variadas alternativas.

Dentro de los instrumentos financieros ofrecidos en el mercado de capitales para las Pymes, las ON se encuentran como segundo instrumento más utilizado, luego de los cheques de pago diferido avalados.

Entre las ventajas que ofrecen las ONs, con respecto a otras fuentes de financiamiento ese destacan la obtención de fondos a tasas bajas, mayores montos y plazos, lo cual implica a su vez una mejora en ratio financieros de la empresa ya que la mayor extensión de los plazos, permite transformar pasivos corrientes en no corrientes, lo cual se traduce en una mejora en los ratios de la empresa, y la posibilidad de exenciones impositivas del Impuesto al Valor Agregado y Ganancias.

Además, cabe destacar que el ingreso al mercado de capitales, por un lado mejora la imagen de las empresas debido a que los requisitos exigidos por el régimen aseguran cierto nivel de transparencia y confiabilidad, y por otro brinda la posibilidad de que el mismo mercado se transforme en una fuente inagotable de recursos si las emisoras logran construir una buena reputación partir de su buen comportamiento.

En Argentina, existe un régimen simplificado para la emisión de ONs para pymes, cuyo objetivo es facilitar el acceso de estas empresas al mercado de capitales. A pesar de sus múltiples ventajas con respecto a otras formas de financiamiento, las ONs no logran posicionarse como una herramienta ampliamente empleada por las pymes, unos de los motivos es la falta de educación financiera, esto provoca un desconocimiento y desconfianza que actúa como barrera de acceso al mercado de capitales.

VII. Bibliografía

- “Mercado títulos valores calificación”. Franco y Vitale 1997.
- “La Bolsa, una opción para financiarse”. Revista Pyme N° 53, página 39.
- Erpen, M. (2010). Mercado de Capitales: manual para no especialistas. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Temas Grupo Editorial.
- “Las obligaciones negociables para Pymes. Un mecanismo de financiamiento que sigue sin conocerse y sin utilizarse”. El Derecho, ejemplar del 29/09/2017 Marcelo A. Camerini.
- “Financiamiento mediante obligaciones negociables. El problema de ser pyme” Revista científica fce. (2013).
- “Financiamiento y sistema de información en Pyme” XXXI Jornadas Nacionales de Administración Financiera Briozzo y Vigier 2011.
- ¿Cómo financiarme a través de Obligaciones Negociables? Maria Jimena Riggio. Bolsa de Comercio de Rosario (BCR) 2017.
- “Obligaciones negociables”. Camerini 2018.
- “La situación de las pymes en América latina” Marcos Cohen Arazi y Baralla 2012.
- Financiamiento en el Mercado de Capitales Informes mensual CNV Abril 2018, disponibles:
<http://www.cnv.gob.ar/Publicaciones/InformeMercadoCapitales/InformeMensualAbril2018.pdf>.
- Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social 2017.
- Ley N° 17.811 Ley de Oferta Pública de Títulos Valores.
- Ley N° 26.831 Ley de Mercado de Capitales.
- Portal Pyme CNV, disponible:
- <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Institucional/Institucionalb>
- <https://www.apertura.com/negocios/Que-deben-tener-en-cuenta-las-empresas-antes-de-emitir-obligaciones-negociables-20180309-0001.html>.
- <https://www.apertura.com/emprendedores/Que-son-las-SGR-y-como-pueden-ayudar-a-las-PyMEs-a-conseguir-financiamiento-20180416-0006.html>.
- <https://www.argentina.gob.ar/noticias/se-aprobo-la-ley-de-financiamiento-productivo-que-impulsa-el-financiamiento-las-pequenas-y>

-<http://www.telam.com.ar/notas/201706/192914-argentina-empresas-activas-cifras-mayoria-pymes.html>

-https://www.clarin.com/economia/finanzas/financiamiento-pymes-mercado-capitales_0_BJmk9K1EX.html

-<https://www.bolsar.com/Vistas/Investigaciones/Pymes.aspx>

-<https://www.cajadevalores.com.ar/Caja>

- <https://ad-cap.com.ar/financia-tu-pyme-con-estos-servicios/>

- <https://www.futurobursatil.com.ar/InstWeb/RegimenSimplificado>

-[http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales variables datos.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp)

-<http://www.bna.com.ar/Empresas/Pymes/Creditos>